



2025 年5月9日

各位

会 社 名 ベースフード株式会社
代表者名 代表取締役 橋本 舜
(コード番号:2936 東証グロース市場)
問 合 せ 先 C O O 川南圭一郎
(TEL:03-6416-8905)

株式会社 WARC 齋藤剛氏によるレポート公開のお知らせ

株式会社 WARC の齋藤剛氏によるレポートが公開されましたので、お知らせいたします。

本レポートは、株式会社 WARC による第三者視点での調査・分析に基づき作成されたものです。本レポートが株主・投資家の皆さまの当社事業や将来の成長可能性への理解促進に資すると判断し、公開するものであります。

詳細につきましては、別紙アナリストレポートをご参照ください。

クオリティグロースを目指せる体制に 利益創出を確保しつつ、成長投資は継続

- ◇ 25/2 期下期に営業黒字化を実現。26/2 期 1Q は広告投資積極化により再度営業赤字となるが、通期ベースでは黒字体質に転換したと考えられよう。
- ◇ 同社が狙う国内市場は 4,000 億円。自社 EC 定期注文者数は 20 万人強に過ぎず、成長ポテンシャルは大きいと同社は考えている。そのために売上成長と利益創出は担保しつつ、今後も成長投資、AI 投資を積極的に行っていく計画。当面は目の利益でなく、長期での成長可能性に目を向けたい。
- ◇ 同社橋本社長の目指す世界観は APPLE や DYSON。そのために「健康に良い＋美味しい」への挑戦を続けていく考え。むやみに商品ラインアップを拡大することはせず、バリュエーションの拡大によって定期注文者獲得および LTV の向上に取り組んでいく。ディープテックにもしっかりと取り組んでいくことで、技術開発による原価削減と美味しさの両立にも取り組むとのこと。

ベースフード（以下、「同社」）は、4月14日に25/2期通期決算を開示。売上高は会社計画157.28百万円を3%下回ったものの、営業利益は同51百万円を上回って着地した。前期発生したリコールを受け、短期的な売上成長よりも収益基盤の強化に注力するため広告投資を翌期にシフトしたことが数値に現れた格好（詳細は次頁参照）。

前上期は23年10月に発生したリコールの影響からマイナス成長に転じたが、下期に入ってから広告投資を抑制する中2桁成長を実現したことを素直に評価したい。同社はこの結果を踏まえ10～15%のオーガニック成長は可能と考えている。今後は広告投資やAI投資によって成長速度を高めていきたい考え。

価格改定および定期購入者のLTV向上による増収効果に加え、原価削減、変動費の効率化、広告投資の効率化により、25/2期3Qおよび4Qは営業黒字を実現した。CPAが低下する26/2期1Qは広告投資の積極化により再び営業赤字となる見込みだが、2Q以降はしっかりと利益を創出した上で売上成長を追求する考え。

26/2期通期は売上成長を優先する考え。前期並みの営業利益は確保しつつ、引き続き成長投資およびAI投資を行っていく。同社橋本社長は決算説明会の場で、引き続き「健康に良い＋美味しい」への挑戦を続けていくことを明言。創業当初は正直美味しいとは言えなかったと自虐しつつも、継続的な研究の継続、品質管理の徹底、原材料の配合見直しや素材代替、等により、原価削減と美味しさの両立を実現してきたとの自負を覗かせた。食品メーカーにありがちな商品ラインアップの拡大はせず、APPLEやDYSONのようにバリュエーションを広げていくことで成長を加速化させていく考えが示された。そもそも自社EC定期注文者数は20万人強に過ぎない。同社は「健康×時短×朝食・昼食・間食」市場4,000億円をTAMと定義し、長期的に高みを目指していく考え。

齋藤 剛 (WARC株式会社CFO)

ir@warc.jp

< 株価情報 >

直近株価	2025/05/02	432.000
平均株価	直近1ヶ月	493.476
	直近3ヶ月	548.623
	直近6ヶ月	479.675
高値	直近1年	658.000
安値	直近1年	182.000
一日出来高	2025/05/02	150,000株

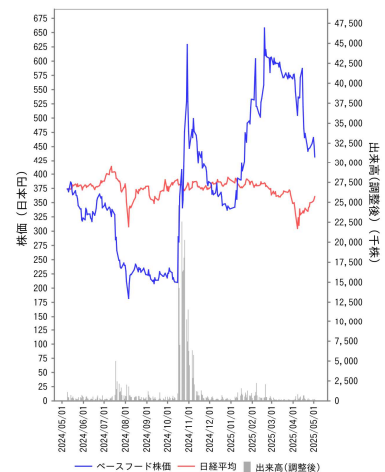
(出所)SPEEDAよりWARC作成 単位：日本円

< バリュエーション >

時価総額	2025/05/02	23,544百万
企業価値	LTM	21,784百万
PER	直近年度	210.6倍
	LTM	210.6倍
	当期予想	N/A
PBR	LTM	22.14倍
企業価値/売上高	直近年度	1.43倍
	LTM	1.43倍
	当期予想	1.25倍
企業価値/EBITDA	直近年度	108.4倍
	LTM	108.4倍
	当期予想	84.8倍
企業価値/営業利益	直近年度	159.0倍
	LTM	159.0倍
	当期予想	112.9倍

(出所)SPEEDAよりWARC作成 単位：日本円

< 株価推移 > 2024/05/08~2025/05/02



本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があります。あらかじめご了承ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

【決算概況】

< 通期 >

損益計算書

(百万円)

	FY02/22	FY02/23	FY02/24	FY02/25	
	実績	実績	実績	実績	
売上高	5,546	9,858	14,874	15,241	収益性改善を優先しつつ増収は確保
%YoY	264.2%	77.8%	50.9%	2.5%	
売上総利益	3,274	5,266	7,398	8,381	価格改定と配合変更による原価削減が奏功
%YoY		60.9%	40.5%	13.3%	
% of Sales	59.0%	53.4%	49.7%	55.0%	
販管費	3,728	6,237	8,301	8,244	価格改定効果、オペレーション効率改善、広告費効率化が具現化
%YoY		67.3%	33.1%	-0.7%	
% of Sales	67.2%	63.3%	55.8%	54.1%	
営業利益	-454	-971	-903	137	通期黒字化を達成
%YoY		-	-	-	
% of Sales	-	-	-	0.9%	
経常利益	-461	-995	-891	124	
%YoY		-	-	-	
% of Sales	-	-	-	0.8%	
当期純利益	-463	-1,008	-856	109	
%YoY		-	-	-	
% of Sales	-	-	-	0.7%	

(出所：会社資料よりWARC作成)

貸借対照表

(百万円)

	FY02/22	FY02/23	FY02/24	FY02/25	
	実績	実績	実績	実績	
流動資産	1,536	3,293	2,671	3,275	
手元流動性	837	2,297	1,431	1,983	
売上債権	342	562	782	775	
棚卸資産	189	214	195	230	
その他	168	221	263	286	
固定資産	52	316	605	577	
有形固定資産	13	79	122	169	
無形固定資産	0	1	4	5	
投資等	39	236	479	403	
資産合計	1,589	3,610	3,277	3,851	
流動負債	916	1,947	2,404	2,538	
仕入債務	293	457	557	545	
短期有利子負債	30	530	500	567	
契約負債	0	193	284	375	
その他	593	767	1,062	1,051	
固定負債	30	24	31	276	
長期有利子負債	30	0	0	236	有利子負債の長期化
その他	0	24	31	40	
株主資本合計	643	1,638	842	1,037	
純資産合計	643	1,639	842	1,037	自己資本比率は26.9%に上昇
負債純資産合計	1,589	3,610	3,277	3,851	健全な財務運営と資本効率の最大化を目指す

キャッシュフロー計算書

(百万円)

	FY02/22	FY02/23	FY02/24	FY02/25	
	実績	実績	実績	実績	
営業CF	-373	-733	-666	130	利益創出と売上成長の両立が可能なステージに
投資CF	-46	-265	-229	35	R&D投資は継続
財務CF	966	2,458	30	387	黒字化により財務戦略の幅が広がってきた
現金等に係る換算差額					
現金等の増減額	547	1,460	-866	552	
期末残高	837	2,297	1,431	1,983	

(出所：会社資料よりWARC作成)

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

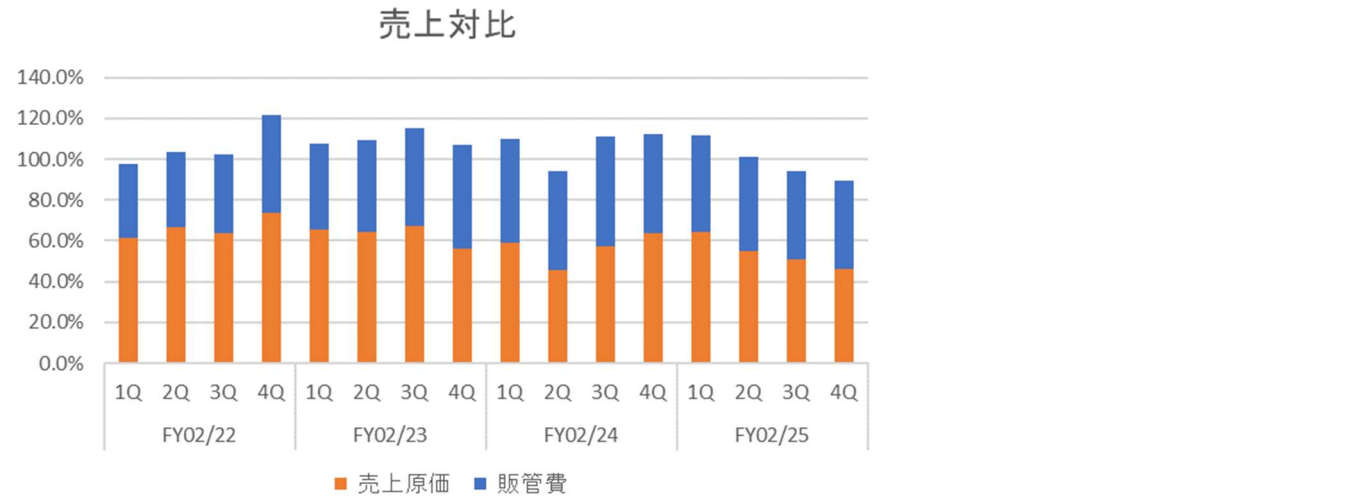
< 四半期業績 >									(百万円)
	FY2/24				FY2/25				コメント
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
売上高	3,739	4,372	3,455	3,308	3,664	3,915	4,000	3,662	上期はリコールの影響で減収も、下期は回復に転じている
売上総利益	1,840	2,255	1,596	1,707	1,920	2,121	2,260	2,080	値上げ効果と原価削減努力により、原価率は通減
% of Sales	49.2%	51.6%	46.2%	51.6%	52.4%	54.2%	56.5%	56.8%	
販管費	2,220	2,002	1,975	2,104	2,358	2,161	2,027	1,699	広告効率向上、LTV重視により収益性向上
% of Sales	59.4%	45.8%	57.2%	63.6%	64.3%	55.2%	50.7%	46.4%	
営業利益	-380	254	-379	-398	-438	-40	233	381	黒字経営が定着。26/2期1Qは広告投資積極化で再度赤字想定も、
% of Sales	-	5.8%	-	-	-	-	5.8%	10.4%	2Q以降は黒字基調を確保の見込み
経常利益	-381	254	-392	-372	-437	-47	229	378	
% of Sales	-	5.8%	-	-	-	-	5.7%	10.3%	
当期純利益	-383	253	-394	-332	-441	-66	231	385	
% of Sales	-	5.8%	-	-	-	-	5.8%	10.5%	

< チャンネル別売上高 >									(百万円)
	FY2/24				FY2/25				コメント
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
売上高	3,739	4,372	3,455	3,308	3,664	3,915	4,000	3,662	上期は前期リコールの影響で減収も、下期は持ち直した
%YoY	73.1%	80.6%	32.4%	24.4%	-2.0%	-10.4%	15.8%	10.7%	
自社EC	2,240	2,591	2,101	2,149	2,300	2,480	2,600	2,330	継続的に新製品投入。LTV向上により収益性も改善
%YoY	51.7%	66.1%	34.7%	33.0%	2.7%	-4.3%	23.7%	8.4%	
卸	1,190	1,400	1,088	912	1,080	1,150	1,130	1,090	市場の拡大余地はあると考えつつも、目先はブランド認知向上、自
%YoY	205.1%	174.5%	55.5%	20.0%	-9.2%	-17.9%	3.8%	19.5%	社ECへのゲートウェイとして位置づけた戦略を重視。
他社EC	280	348	241	198	220	220	220	170	戦略的なリソース配分から広告投資を抑制
%YoY	-11.7%	2.4%	-27.0%	-30.8%	-21.4%	-36.8%	-8.7%	-14.1%	
海外	10	20	56	44	50	40	30	40	香港の卸売販売がしっかりと成長
%YoY	-	-	-	335.4%	400.0%	100.0%	-46.9%	-8.1%	

(出所) 会社資料をもとにWARC作成

< 主要KPI >									(百万円)
	FY2/24				FY2/25				コメント
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
自社EC定期注文者数 (万人)	20.1	20.4	20.0	20.6	21.7	22.4	22.3	21.7	リコールの影響に鑑み、購入者数増よりもLTV改善にフォーカス
顧客月額平均購買単価 (円)	5,000	5,200	5,000	5,100	5,300	5,400	5,600	5,650	
解約率 (四半期平均)	7.9%	7.7%	9.0%	6.9%	6.4%	6.1%	5.6%	4.2%	リコールの影響はなくなり、過去最低水準の解約率に
リテールチャネル展開店舗数	46,385	49,044	53,406	51,091	50,808	50,530	51,676	50,717	CVSの配荷率は低下するも、スーパーマーケット、ドラッグストア
店舗当たり月間売上高 (円)	8,800	9,500	6,900	5,950	6,950	7,630	7,190	7,175	の展開店舗数は拡大

(出所) 会社資料をもとにWARC作成



収益化の蓋然性を考えるために、売上原価および販管費について確認しておこう。
売上原価については、原材料の配合変更および素材代替を行うことで、品質向上と原価削減の両立を実現している。加えて、前期は価格改定を行ったことが原価率低減に繋がった。

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。
本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。
本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。
WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。
本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。
WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。
投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。
本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

販管費においても、価格改定により倉庫人件費等オペレーションコスト率が改善したことで販管費率が低下した。広告投資についても、前期は売上拡大よりも収益性を重視したこともあり、4Q売上高広告宣伝費率は12.6%まで低下した（通期では20.3%）。広告投資を抑制しても売上高は10%強の成長を実現したことから、今後も10～15%のオーガニックグロス実現は可能と社は考えている。

リコール等の影響により人件費率は悪化したが、前期のうちに採用抑制等の施策を打っていることから、今後は適正化が進む見込みである。その他費用については、検品強化に伴う倉庫の拡張や海外進出に伴う初期費用が計上されたが、こちらも今後は適正化が進むだろう。

【業績予想】

< 通期 >

損益計算書		(百万円)				
		FY02/22	FY02/23	FY02/24	FY02/25	FY02/26
		実績	実績	実績	実績	会社計画
売上高		5,546	9,858	14,874	15,241	17,413
	%YoY	264.2%	77.8%	50.9%	2.5%	14.2%
売上総利益		3,274	5,266	7,398	8,381	9,970
	%YoY		60.9%	40.5%	13.3%	19.0%
	% of Sales	59.0%	53.4%	49.7%	55.0%	57.3%
販管費		3,728	6,237	8,301	8,244	9,777
	%YoY		67.3%	33.1%	-0.7%	18.6%
	% of Sales	67.2%	63.3%	55.8%	54.1%	56.1%
営業利益		-454	-971	-903	137	193
	%YoY		-	-	-	41.4%
	% of Sales	-	-	-	0.9%	1.1%
経常利益		-461	-995	-891	124	-
	%YoY		-	-	-	-
	% of Sales	-	-	-	0.8%	-
当期純利益		-463	-1,008	-856	109	-
	%YoY		-	-	-	-
	% of Sales	-	-	-	0.7%	-

25/2期はリコールに対する対応もあり、売上高よりも利益を重視した戦略を採っていたが、26/2期については売上成長優先の戦略に回帰させる計画。具体的には、増収要因の大半を自社ECとし、スーパーマーケット・量販店での展開拡大や認知向上を目的とした広告投資を通じた新規顧客獲得に注力しつつ、サービス力向上と商品バリエーションの拡大を図ることで継続率を向上させていく。これによりLTVを向上させることによって、許容されるCPAが引き上げられ、更に積極的な広告投資を可能とするエコシステム実現を目指す。

増収効果および限界利益率の向上により、売上総利益率が高まる計画だが、前期並みの利益水準を超過する部分については、将来に向けた成長投資・AI投資に回していく計画。そのため、売上高および売上総利益の成長可能性を見極めていくことが、株式価値を正しく判断するためには重要となっていくだろう。

【業績推移】

		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		(百万円)	(Y/y)	(百万円)	(Y/y)	(百万円)	(Y/y)	(百万円)	(Y/y)	(円)	(円)
FY02/22	通期	5,546		-454		-461		-463		-18.6	0.0
FY02/23	通期	9,858	77.8%	-971	-	-995	-	-1,008	-	-25.4	0.0
FY02/24	通期	14,874	50.9%	-903	-	-891	-	-856	-	-16.8	0.0
FY02/25	通期	15,241	2.5%	137	-	124	-	109	-	2.1	0.0
FY02/26	通期 会社計画	17,413	14.2%	193	41.4%	-	-	-	-	-	-

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.

【企業概要】

基本情報

企業名	ベースフード 株式会社 (英訳名:Base Food Co., Ltd)
証券コード	2936
特色	完全栄養食として BASE FOOD シリーズ(パスタ、パン、クッキー)を展開。EC による定期購入を中心にコンビニなど実店舗による販売も行う。
業種	専門 E コマース (B to C)
代表者	代表取締役 橋本舜
住所	東京都目黒区中目黒 5-25-2
電話番号	—
URL	https://basefood.co.jp/
設立年月日	2016/04/05
上場年月日	2022/11/15
主要取引市場	東証グロース
資本金	1,175 百万日本円(2025/02 期)
取引銀行	三井住友銀行(鎌倉支店)
従業員数	128 人 (2024/02 期 単体)

(出所)SPEEDA より WARC 作成

業績推移

(単位:百万日本円)		2021/02 期 単体決算 実績	2022/02 期 単体決算 実績	2023/02 期 単体決算 実績	2024/02 期 単体決算 実績	2025/02 期 単体決算 実績	2026/02 期 単体決算 会社予想
PL 項目	売上高合計	1,523	5,546	9,858	14,874	15,241	17,413
	EBITDA	-158	-452	-954	-868	201	257
	EBITDA マージン	-10.4%	-8.2%	-9.7%	-5.8%	1.3%	1.5%
	営業利益	-159	-454	-971	-903	137	193
	営業利益率	-10.4%	-8.2%	-9.8%	-6.1%	0.9%	1.1%
	経常利益	-158	-461	-995	-891	124	—
	経常利益率	-10.4%	-8.3%	-10.1%	-6.0%	0.8%	—
	親会社株主に帰属する 当期純利益	-164	-463	-1,008	-856	109	—
BS 項目	親会社株主に帰属する 当期純利益率	-10.8%	-8.3%	-10.2%	-5.8%	0.7%	—
	資産合計	500	1,589	3,610	3,277	3,851	—
	株主資本等合計	133	643	1,639	842	1,037	—
	株主資本比率	26.60%	40.47%	45.40%	25.69%	26.93%	—
	有利子負債	61	60	530	508	810	—
	D/E レシオ	0.46 倍	0.09 倍	0.32 倍	0.60 倍	0.78 倍	—
	ROE	—	-119.33%	-88.34%	-69.00%	11.60%	—
	ROA	—	-44.33%	-38.78%	-24.86%	3.06%	—
CF 項目	営業活動による CF	-103	-373	-733	-666	130	—
	投資活動による CF	-12	-46	-265	-229	35	—
	財務活動による CF	379	966	2,458	30	387	—

(出所)SPEEDA より WARC 作成

本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。

本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。

WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。

本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。

WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。

投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。

本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

【免責事項】

- 本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、投資活動の勧誘または誘因を意図するものではなく、投資等に関する意見や判断をも提供するものではありません。
- 本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに記載された情報、データの解釈および信憑性、仮説、結論その他全ての内容はWARCの分析によるものであり、レポートに掲載された情報もしくは見解の正確性、安全性、妥当性について一切保証いたしません。
- 本レポートおよび本レポートから得られた情報を利用したことにより発生するいかなる費用もしくは損害等について、WARCは一切の責任を負いません。
- WARCは本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が当社に存在する可能性があることをご認識ください。
- 本レポートの内容等につきましては今後予告なく変更される場合があります。
- WARCは、本レポートを更新する義務を負いません。
- 投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。
- 本レポートに関する一切の権利はWARCに帰属します。無断転載はご遠慮ください。

Copyright © WARC Inc. 2024 All rights reserved.